

恒玄科技 (688608)

证券研究报告
2026年01月05日

可穿戴 SOC 龙头，AI 终端落地有望开启下一轮成长

公司技术实力领先，深耕品牌客户推动业绩持续增长。

公司成立于 2015 年，专注于超低功耗技术、智能音视频交互技术和无线通信连接技术的研发，面向未来智能可穿戴和智能家居市场，打造低功耗无线计算 SoC 芯片。公司主营业务包含智能蓝牙音频、普通蓝牙音频及其他，其中其他业务包含智能手表芯片、智能家居芯片、Type-C 音频芯片。随着可穿戴设备对于低功耗大算力持续增长的需求，公司研发的可穿戴主控芯片，单芯片集成了多核 CPU、DSP、NPU、应用于图像图形转换加速的 2.5D GPU、可穿戴低功耗显示系统控制器等。

在研项目持续推进，新品与应用场景持续丰富

公司产品持续升级迭代，拓展新应用领域。经过多年的持续研发和产品创新，公司已积累并形成了集成电路平台设计的核心技术，主要包括超低功耗计算 SoC 技术、双频低功耗 Wi-Fi 技术、蓝牙和星闪技术、智能手表平台解决方案技术、先进的声学 and 音频系统、可穿戴平台智能检测和健康监测技术、先进工艺下全集成射频技术、全集成音视频存储高速接口技术等。在研项目除了持续迭代智能耳机蓝牙音频、智能手表芯片、智能家居外，也不断拓展新应用场景，如智能眼镜。

拓展智能手表与 AI 眼镜市场，开启第二成长曲线

公司新一代智能可穿戴芯片 BES2800 快速上量，该芯片采用 6nm FinFET 先进工艺，集成多核 CPU/GPU、NPU、大容量存储及低功耗 Wi-Fi 与双模蓝牙，在性能、能效和连接体验方面显著提升，已广泛应用于 TWS 耳机、智能手表、智能眼镜及智能助听器等终端产品，进一步巩固了公司在行业内的技术领先地位；此外公司持续开拓新客户与新市场，在智能手表领域成功导入小天才、颂拓等国内外客户并实现量产，2025 年上半年出货量快速增长，同时将芯片应用拓展至智能眼镜、无线麦克风等新兴低功耗无线场景，推动产品矩阵不断丰富，加速向平台型 SoC 企业转型。我们预计公司各项业务有望随着新品导入，有望带动公司各项业务持续增长。

投资建议：我们预计公司 25-27 年营收分别为 42.15、53.45、66.69 亿元，归母净利润分别为 7.51、10.20、13.30 亿元。根据 wind 一致性预测，可比公司 26 年 PE 均值为 46 倍，考虑到公司目前处于业务快速发展期，新品与新应用持续落地，给予公司 48 倍 PE，对应市值为 489.6 亿元，对应价格 289.70 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：下游应用需求不及预期风险、研发进度不及预期风险、业务规模拓展带来经营管理风险。

投资评级

行业	电子/半导体
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	239.12 元
目标价格	289.7 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	168.69
流通 A 股股本(百万股)	168.69
A 股总市值(百万元)	40,338.05
流通 A 股市值(百万元)	40,338.05
每股净资产(元)	41.12
资产负债率(%)	7.59
一年内最高/最低(元)	449.60/198.00

作者

李双亮	分析师
SAC 执业证书编号: S1110525120002	
lishuangliang@tfzq.com	
程如莹	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521110002	
chengruiying@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,176.28	3,263.14	4,215.04	5,344.85	6,669.01
增长率(%)	46.57	49.94	29.17	26.80	24.77
EBITDA(百万元)	847.44	1,144.97	833.05	1,121.62	1,367.67
归属母公司净利润(百万元)	123.63	460.47	750.70	1,019.64	1,330.47
增长率(%)	0.99	272.47	63.03	35.83	30.48
EPS(元/股)	1.03	3.84	4.45	6.04	7.89
市盈率(P/E)	232.17	62.34	53.73	39.56	30.32
市净率(P/B)	4.71	4.41	5.66	5.14	4.62
市销率(P/S)	13.19	8.80	9.57	7.55	6.05
EV/EBITDA	15.73	29.34	42.97	30.01	25.30

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 可穿戴 SOC 为核心，深耕品牌客户拓展 AI 相关应用	3
2. 公司产品不断升级迭代，新品与新应用带动营收增长	5
3. 智能手表+AI 眼镜有望开启新一轮成长曲线.....	7
4. 投资建议.....	9
5. 风险提示.....	10

图表目录

图 1：公司核心产品.....	3
图 2：公司主营业务拆分（亿元，%）	4
图 3：公司研发费用情况（亿元，%）	4
图 4：公司营业收入及同比增速（亿元）	6
图 5：公司归母净利润及同比增速（亿元）	6
图 6：公司毛利率与净利率情况（%）	7
图 7：恒玄科技 BES2700iBP 架构	7
图 8：恒玄科技 BES2800BP 架构	7
图 9：三星 Galaxy Fit3 搭载恒玄科技 BES2700iBP 芯片	8
图 10：OPPO Watch X 搭载恒玄科技 BES2700BP 芯片	8
图 11：夸克 AI 眼镜 S1.....	9
图 12：理想 AI 眼镜 Livis.....	9
表 1：公司核心研发人员情况	5
表 2：公司核心技术情况（截至 2025 年 6 月 30 日）	5
表 3：主营业务拆分与预测（亿元）	9
表 4：可比公司净利（亿）与预测 PE	10

1. 可穿戴 SOC 为核心，深耕品牌客户拓展 AI 相关应用

专注于边缘智能音频 SoC 主控芯片，产品广泛应用于智能可穿戴和智能家居领域。公司成立于 2015 年，专注于超低功耗技术、智能音视频交互技术和无线通信连接技术的研发，面向未来智能可穿戴和智能家居市场，打造低功耗无线计算 SoC 芯片。恒玄科技拥有优秀的射频/模拟/电源管理、无线通信、声学/音频、图像/视觉、NPU 技术、超低功耗 SoC，完整软件协议栈和复杂操作系统的综合研发能力。产品成功打入国内外知名品牌，在低功耗无线计算 SoC 领域处于领先地位。

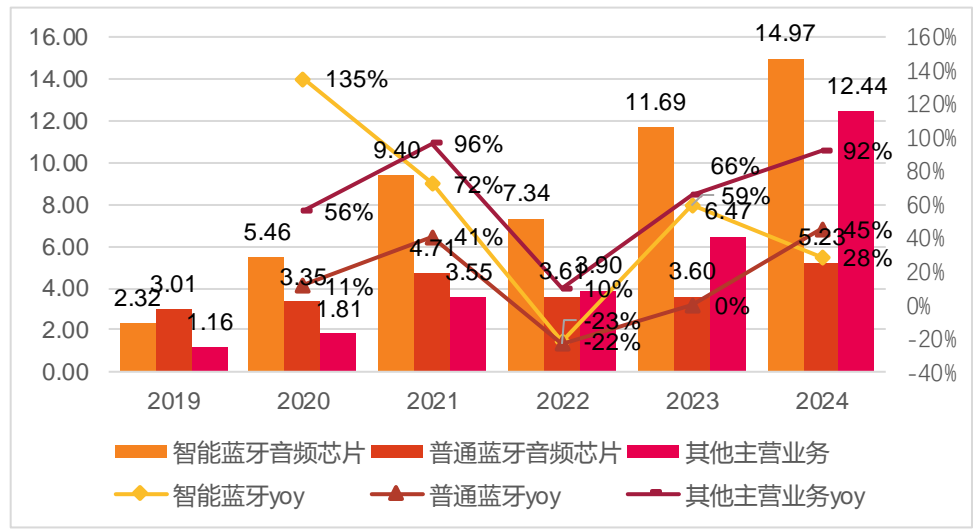
图 1：公司核心产品



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司核心技术形成高集成度产品，满足可穿戴低功耗大算力需求。公司主营业务包含智能蓝牙音频、普通蓝牙音频及其他，其中其他业务包含智能手表芯片、智能家居芯片、Type-C 音频芯片。随着可穿戴设备对于低功耗大算力持续增长的需求，公司研发的可穿戴主控芯片，单芯片集成了多核 CPU、DSP、NPU、应用于图像图形转换加速的 2.5D GPU、可穿戴低功耗显示系统控制器等。1) 智能音频 SoC 芯片的研发、设计与销售，其智能音频 SoC 芯片集成了多核 CPU、蓝牙基带和射频、音频 CODEC、电源管理、存储、嵌入式语音 AI 和主动降噪等多个模块 2) 普通蓝牙芯片主要终端产品包括 TWS 耳机、颈环耳机、头戴式耳机、蓝牙音箱。3) 智能手表方面，公司基于自身平台开发了一套完整的智能手表软件解决方案，包括蓝牙音乐/语音通话，流畅的表盘显示技术，传感器和手机之间稳定的数据交互能力等。2022 年虽受宏观经济增速放缓、国际地缘政治冲突和行业周期等多重因素影响，消费电子市场整体需求疲软，部分终端新品发布时间有所延迟，但公司透过坚持品牌客户战略及拓展新的下游应用场景，包含智能手表类芯片开始放量、Wi-Fi 连接芯片也开始量产落地等，为公司营收打开新的成长空间。2025 年前三季度，公司持续深耕智能可穿戴设备市场，巩固并保持了行业领先地位；同时积极拓展智能眼镜、无线麦克风、智能录音助手等新兴低功耗智能硬件领域。伴随 AI 技术的迅猛发展，智能硬件市场不断涌现新机遇，公司在低功耗无线计算 SoC 领域的深厚技术积累与前瞻性战略布局，为未来打开了全新的成长空间。

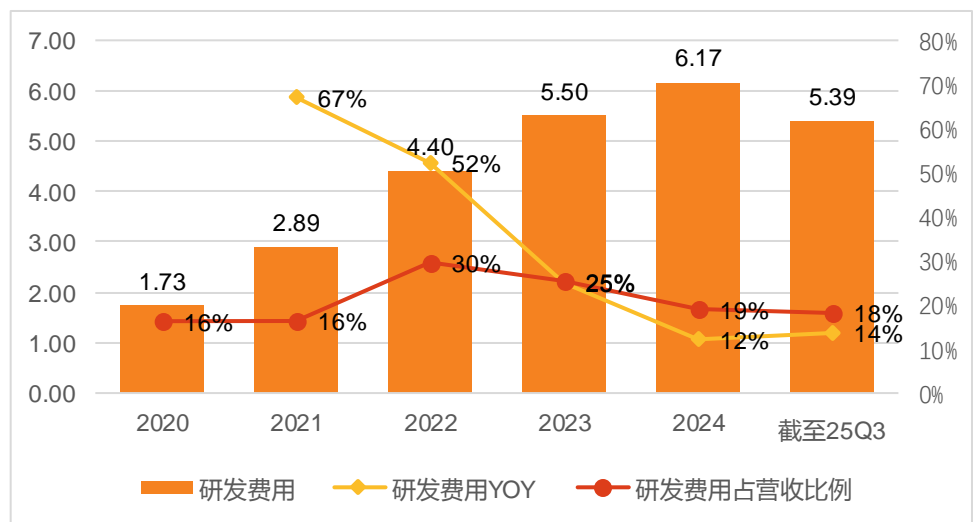
图 2：公司主营业务拆分（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司注重研发，研发投入占比持续保持高位。公司注重技术创新，持续大力投入，2020 年以来研发投入占营收比始终高于 15%。2025 年前三季度，公司积极投入研发，研发人数同比保持增长，前三季度研发投入 5.39 亿元，同比增长 13.73%。公司下一代低功耗高性能智能可穿戴芯片 BES6000 系列研发进展顺利，预计将于明年上半年进入送样阶段。公司重视技术创新，具备涵盖射频/模拟/电源管理、无线通信、声学及音频处理、图像与视觉技术、NPU（神经网络处理单元）、低功耗高性能 SoC 设计以及完整软件架构在内的全方位综合研发能力，在低功耗无线计算 SoC 芯片领域已确立行业领先地位。依托在智能可穿戴设备和智能家居市场的持续深耕，公司不断推出更具竞争力的芯片产品与整体解决方案，进一步巩固其技术优势与市场影响力。

图 3：公司研发费用情况（亿元，%）



资料来源：wind，天风证券研究所

核心技术人员从业经验丰富，获得多项科研成果。公司重视研发投入，已建立较为完善的研发管理体系，研发团队结构完整，多年来逐步建立了与行业特征及公司发展需求相适应的人才引进和培养机制，具备良好的人才梯队基础，不存在对特定核心技术人员的单一依赖。核心技术人员包括周震、郑涛、童伟峰、陈俊、曾华等，均具有与公司业务匹配且深厚的资历背景，且在公司研发、设计、知识产权布局等重要岗位上担任负责人或有突出贡献，并在任职期间主导核心技术或产品的研发。截至 2025 年半年报，研发人员总数达到 621 人，研发人员占比 86.25%；截至 2025 年半年度末，公司累计申请发明专利 655 项，累计获得发明专利批准 255 项。

表 1：公司核心研发人员情况

	职务	资历背景	在公司的研发贡献
周震	董事、研发总监	近 20 年模拟电路设计经验；曾任华邦、宝扬、锐迪科微电子工程师、设计总监	带领公司模拟团队研发取得多项研发成果并应用到公司的 SoC 芯片中
郑涛	高级研发工程师	在射频模拟电路以及工艺方面具有 8 年研究开发经历；曾在国际学术期刊和国际会议上发表论文 7 篇	负责公司射频电路技术的研发；拥有 5 项已授权的专利；参与开发的无线智能音频 SoC 顺利切入华为、哈曼等客户
童伟峰	高级研发工程师	具有丰富的芯片和半导体行业研发经验；曾任锐迪科微电子工程师	负责公司的专利申请和布局工作；作为专利发明人已拥有 13 项已授权的专利
陈俊	研发总监	有多年的 WiFi 相关产品的研发经验；曾任亚马逊（中国）软件开发工程师	负责公司 WiFi 产品线的软件研发工作，作为主要发明人有多项专利处于申请状态中
曾华	研发总监	具备多年软件研发经验，历任亿阳信通、北电网络、锐迪科等高级软件工程师	负责公司平台软件开发工作，具备较强的技术研发实力、产品创新能力。

资料来源：招股说明书、公司公告，天风证券研究所

研发团队具有前瞻的技术规划和产品定义能力。公司研发团队具有丰富的行业经验和敏锐的市场洞察力，把握住了智能可穿戴市场的成长机遇。在 TWS 耳机领域，公司以前瞻的产品定义及快速的响应能力，较早推出支持双耳通话、集成主动降噪等功能的领先产品，迅速抢占了品牌市场。在智能手表领域，公司依托多年在蓝牙连接、低功耗设计和高集成度等方面的技术积累，成功推出业内首颗专用于运动手表的单芯片主控，并已导入多家主流品牌客户的整机方案。为满足客户对更高性能、更低功耗的持续追求，公司更在行业内率先采用 12nm 及 6nm 先进制程，推出新一代可穿戴主控芯片，始终保持产品定义的领先优势。公司持续高水平的研发投入，截至 2025 年上半年公司已在北京、上海、深圳、成都、武汉、西安、杭州等城市设立了研发中心，研发团队实力进一步增强。

2. 公司产品不断升级迭代，新品与新应用带动营收增长

公司产品持续升级迭代，拓展新应用领域。经过多年的持续研发和产品创新，公司已积累并形成了集成电路平台设计的核心技术，主要包括超低功耗计算 SoC 技术、双频低功耗 Wi-Fi 技术、蓝牙和星闪技术、智能手表平台解决方案技术、先进的声学 and 音频系统、可穿戴平台智能检测和健康监测技术、先进工艺下全集成射频技术、全集成音视频存储高速接口技术等。在研项目除了持续迭代智能耳机蓝牙音频、智能手表芯片、智能家居外，也不断拓展新应用场景，如智能眼镜。

表 2：公司核心技术情况（截至 2025 年 6 月 30 日）

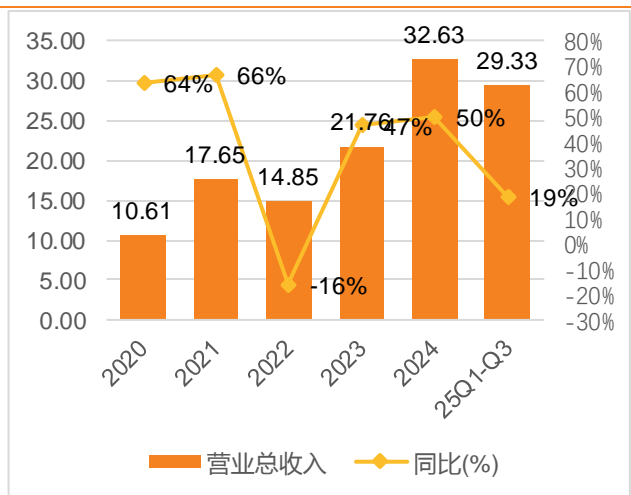
在研项目	累计投入占预计总投资额规模	拟达到目标
面向智能耳机的蓝牙音频芯片工艺升级项目	83%	导入更先进工艺，支持更强的边缘计算能力，进一步提高单芯片集成度，降低产品功耗
面向智能家居的 WiFi/蓝牙双模音频芯片工艺升级	94%	单芯片集成 WiFi/BT、远场降噪处理、语音唤醒和语音识别、多核 CPU 系统等，以满足未来智能家居对低功耗 SoC 芯片的要求
智能眼镜 SoC 芯片项目	73%	单芯片集成低功耗显示技术、图像传感技术及方位加速度传感器技术等，同时升级多协议多标准的无线传输技术
智能手表 SoC 芯片项目	81%	单芯片集成低功耗显示技术、图像传感技术并支持可穿戴平台智能检测和健康监测技术
面向智能家居的低功耗智能音视频平台	87%	单芯片加入图像传感、智能视频等功能，实现人脸识别、手势识别、图像显示等多元应用

资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司在智能可穿戴和 AIoT 领域持续强化技术领先优势。公司已构建起覆盖多核异构 SoC、先进无线连接、高性能声学系统及健康感知等方向的完整技术体系。其新一代智能可穿戴主控芯片采用多核异构架构，单芯片集成多核 CPU、音频 DSP、2.5D GPU、低功耗显示控制器及神经网络加速协处理器，显著提升信号处理与 AI 计算能力。在无线连接方面，公司量产的 Wi-Fi 6 芯片实现双频低功耗运行，并全集成射频 PA、LNA 与开关；蓝牙技术全面支持 BT/BLE 双模 6.1 协议，基于升级版 IBRT 方案，支持一拖二与多点连接，优化 TWS 设备跨设备无缝切换体验。声学系统方面，公司在自适应 ANC、通话降噪、关键词识别等核心技术上保持行业领先，并在 PSAP 辅助听觉增强、动态/虚拟低音、空间音频等领域推出高竞争力解决方案。同时，公司打造了完整的智能手表平台软件方案，涵盖蓝牙通话/音乐播放、流畅表盘渲染及传感器-手机间稳定数据交互。在健康监测方面，除集成射频、音频、电源管理等模拟模块外，还在 TWS 主控芯片中嵌入高精度电容传感器与 8 路全集成佩戴检测，支持丰富手势操作，并自主研发基于光学的心率、血氧等健康传感前端。此外，依托先进工艺，公司实现了全集成射频系统，在芯片内整合大功率放大器、低噪声放大器、片上开关及无源器件，进一步降低工作电压与功耗。在高速接口方面，Wi-Fi SoC 芯片集成了 DSI 显示、CSI 摄像头、DDR 存储控制器及 PHY 等高速并行/串行接口，率先适配鸿蒙操作系统，持续推动产品向高带宽、大算力、低功耗方向演进。

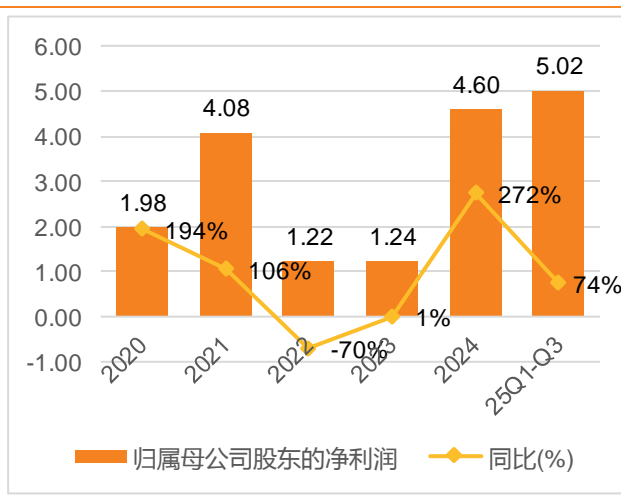
公司新品持续推进，带动营收高增长。2022 年，受宏观经济增速放缓、国际地缘政治冲突和行业周期等多重因素影响，消费电子市场整体需求疲软，部分终端新品发布时间有所延迟；导致营收下滑，但随着需求复苏叠加公司研发持续推进，新品推出带动营收持续修复，2025 年前三季度，公司持续深耕智能可穿戴市场，巩固并保持行业领先地位，同时积极拓展智能眼镜、无线麦克风、智能录音助手等新兴低功耗智能硬件领域。伴随 AI 技术的快速发展，智能硬件市场不断涌现新机遇，公司在低功耗无线计算 SoC 领域的深厚技术积累与前瞻性布局，为未来打开了新的成长空间。2025 年第三季度，公司实现营业收入 9.95 亿元，同比增长 5.66%；其中第三季度受国家补贴政策边际效应减弱影响，下游需求有所放缓，营收增速略有回落。同期，公司实现归属于上市公司股东的净利润 1.97 亿元，同比增长 39.11%，盈利能力显著提升。2020~2024 及 25Q1-Q3，公司营业收入分别达到 10.61、17.65、14.85、21.76、32.6、29.33 亿元，同比增长分别为 64%、66%、-16%、47%、50%、19%。2020~2024 及 25Q3，公司归母净利润分别为 1.98、4.08、1.22、1.24、4.60、5.02 亿元，同比增长分别为 194%、106%、-70%、1%、272%、74%。

图 4：公司营业收入及同比增速（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

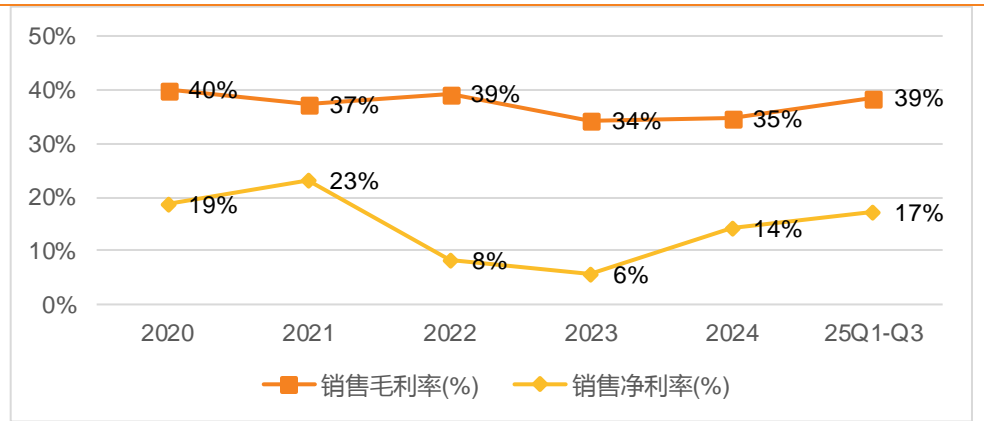
图 5：公司归母净利润及同比增速（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

受成本与产品结构影响导致盈利能力有所波动，24 年企稳恢复延续至 25 年。2022 年时受产品结构变化和人民币汇率变动影响，2022 年公司综合毛利率 39.37%，相比上期增加 2.08 个百分点。2023 年受上游成本上涨，同时消费电子产品单价下降影响，全年综合毛利率 34.20%，同比下降 5.17 个百分点。2024 年公司销售毛利率企稳恢复，全年综合毛利率约 34.70%，同比增加 0.5 个百分点，2024 年第一~四季度毛利率逐季改善。2025 年上半年，综合毛利率为 39.3%，同比增加 6.1 个百分点，为净利同比快速增长奠定基础。

图 6：公司毛利率与净利率情况（%）



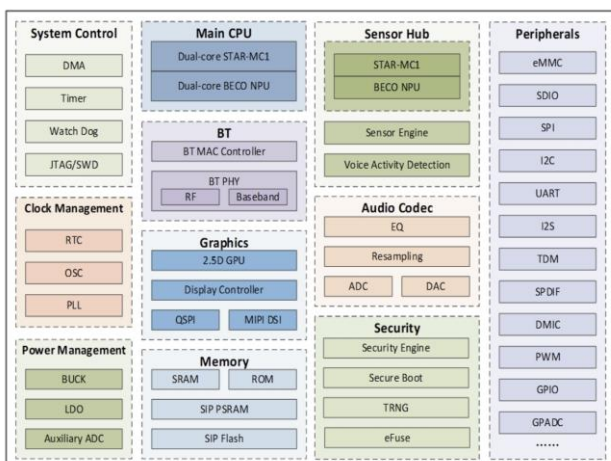
资料来源：wind，天风证券研究所

3. 智能手表+AI 眼镜有望开启下一轮成长曲线

中国可穿戴市场强劲的升级与扩张，增速高于全球。根据 Canalsy 和 IDC 的最新报告，2024 年全球智能可穿戴市场整体呈现回暖态势。全球腕戴设备（含智能手表和手环）出货量达 1.9 亿台；中国市场表现尤为突出，出货 6,116 万台，同比增长 19.3%。细分来看，2024 年全球智能手表出货 1.5 亿台，同比微降 4.5%，而中国智能手表出货 4,317 万台，逆势增长 18.8%；全球手环出货 3,729 万台，同比增长 14.2%，中国手环出货 1,799 万台，同比增长 20.2%，显著高于全球平均水平，显示出国内可穿戴市场强劲的升级与扩张动能。根据 IDC 报告数据，2025 年第一季度全球腕戴设备市场出货量达 4557 万台，同比增长 10.5%；其中中国市场出货 1762 万台，同比大幅增长 37.6%，显著领先全球增速。腕戴设备包括智能手表和手环两大品类：全球智能手表出货量为 3481 万台，同比增长 4.8%，中国出货 1140 万台，同比增长 25.3%；全球手环出货量为 1076 万台，同比增长 34.0%，而中国手环出货达 621 万台，同比激增 67.9%，展现出强劲的市场需求和产品升级趋势。

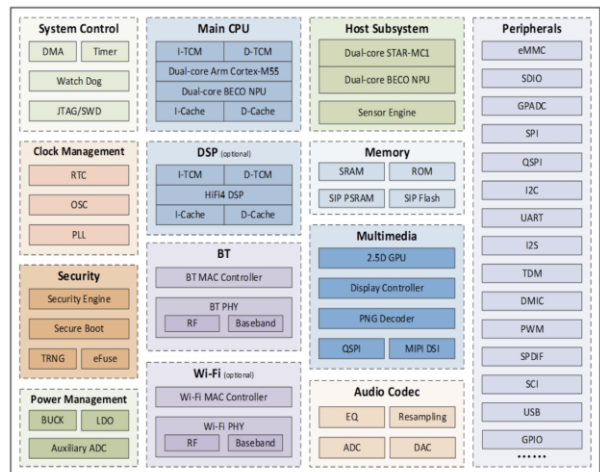
公司一系列产品不断推出，用于多家国内外品牌客户的可穿戴产品。2023 年公司新一代 BES2700 系列智能可穿戴芯片推出后，在市场上获得广泛认可，已应用于多家国内外品牌客户的可穿戴产品。针对入门级运动手表及手环市场，公司还推出了 BES2700iBP 手表芯片。2024 年，公司新一代智能可穿戴芯片 BES2800 在客户旗舰耳机项目中量产落地，BES2800 采用 6nm FinFET 工艺，单芯片集成多核 CPU/GPU、NPU、大容量存储、低功耗 Wi-Fi 和双模蓝牙，在性能、功耗和技术创新等方面都大幅提升，能够为可穿戴设备，特别是 TWS 耳机、智能手表、智能眼镜、智能助听器等产品提供强大的算力和高品质的无缝连接体验。新芯片的量产落地，进一步巩固了公司在业内的技术领先地位。

图 7：恒玄科技 BES2700iBP 架构



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 8：恒玄科技 BES2800BP 架构



资料来源：公司官网，天风证券研究所

BES2800 芯片快速上量，BES6000 系列研发进展顺利。公司新一代智能可穿戴芯片 BES2800 在客户 TWS 耳机、智能手表、智能眼镜等终端产品中得到广泛应用，BES2800 采用 6nmFinFET 工艺，单芯片集成多核 CPU/GPU、NPU、大容量存储、低功耗 Wi-Fi 和双模蓝牙，在性能、功耗和技术创新等方面都大幅提升，能够为可穿戴设备，特别是 TWS 耳机、智能手表、智能眼镜、智能助听器等产品提供强大的算力和高品质的无缝连接体验。新芯片的量产落地，进一步巩固了公司在业内的技术领先地位。公司下一代低功耗高性能智能可穿戴芯片 BES6000 系列研发进展顺利，预计将于明年上半年进入送样阶段。

智能手表在品牌客户持续量产出货。公司通过在蓝牙、低功耗、高集成等方向多年的技术积累，成功推出了业内第一颗运动手表单芯片主控，已导入多家品牌客户手表方案；公司在业内率先推出采用 12nm 和 6nm 先进工艺的新一代可穿戴主控芯片，满足品牌客户对产品持续升级的诉求；公司基于多年在低功耗可穿戴领域的研发积累，24H1 推出了全新的超低功耗无线可穿戴芯片 BES2700iMP，已在品牌客户的手表/手环产品中实现量产出货。该芯片大幅降低芯片动态及静态功耗，使终端待机时间大幅提升，可广泛应用于智能手表/手环、戒指、标签防丢器等极低功耗 MCU 场景。

图 9：三星 Galaxy Fit3 搭载恒玄科技 BES2700iBP 芯片



资料来源：公司官方公众号，天风证券研究所

图 10：OPPO Watch X 搭载恒玄科技 BES2700BP 芯片



资料来源：公司官方公众号，天风证券研究所

新应用持续拓展，AR 眼镜落地有望开启新一轮成长曲线。11 月 27 日，夸克正式发布 AI 眼镜，首发推出 S1 和 G1 两大系列共六款产品。其中，S1 系列提供三种不同框型与配色选择，最低到手价为 3799 元；用户可随时随地唤醒千问，结合眼镜实时采集的音视频信息，获得超越传统手机 APP 的全新智能助手体验。夸克 AI 眼镜采用超细镜腿与超薄镜框的架构设计，整体外观更接近普通眼镜：通过定制小型化扬声器、超窄一体化柔性电路板（FPC）等创新技术，镜腿厚度仅 7.5 毫米，镜框仅 3.3 毫米，比行业主流产品薄约 25%；同时，产品应用二维衍射波导方案，并结合高折射率镜片与镀膜工艺，显著提升镜片通透性。为优化佩戴体验，鼻托与耳弯部位采用仿生设计，贴合人体曲线，镜腿以钛合金材质一体注塑成型，并专为亚洲人头型打造；此外，产品支持双电池可换电设计，用户只需拔下镜腿即可快速更换电池，有效缓解续航焦虑，并提供一体化配镜解决方案。其中，首次亮相的 G1 系列主打时尚与轻便，整机重量仅约 40 克，虽不带显示功能，但在芯片、声学、拍摄等核心硬件配置上与 S1 系列保持一致，已于发布当日在线上渠道开启预约。软件层面，内置的通义千问 AI 助手已深度整合支付宝、高德地图、淘宝、飞猪、阿里商旅等阿里生态核心应用，打造专属交互体验，并与 QQ 音乐、网易云音乐、航班管家等外部伙伴合作，持续拓展使用场景。

公司已成功覆盖全球主流终端客户。公司经过持续的产品技术迭代与市场验证，公司已成功覆盖全球主流安卓手机品牌、专业音频厂商、互联网企业及家电制造商等终端客户；作为智能终端设备的核心芯片供应商，公司产品直接决定终端产品的性能与用户体验。由于

芯片的关键作用，品牌客户在选择供应商时极为审慎，准入门槛高，通常需经历长期严格的产品审核与验证才能进入其供应链体系；而在新产品研发过程中，终端厂商与芯片厂商往往深度协同、联合开发，这种高度配合的合作模式在长期实践中形成了较强的客户黏性。一旦成功进入主流品牌的供应体系，公司在该客户项目中的成功应用案例将形成示范效应，有助于拓展更多优质品牌客户，构建良性循环；同时，这些主流终端品牌综合实力雄厚且持续追求技术创新，代表了行业发展方向，公司通过与其紧密合作，能够持续保持产品技术的领先优势，紧跟甚至引领行业发展潮流。

图 11：夸克AI 眼镜 S1



资料来源：公司官方公众号，天风证券研究所

图 12：理想 AI 眼镜 Livis



资料来源：公司官方公众号，天风证券研究所

4. 投资建议

公司新一代智能可穿戴芯片 BES2800 快速上量，该芯片采用 6nm FinFET 先进工艺，集成多核 CPU/GPU、NPU、大容量存储及低功耗 Wi-Fi 与双模蓝牙，在性能、能效和连接体验方面显著提升，已广泛应用于 TWS 耳机、智能手表、智能眼镜及智能助听器等终端产品，进一步巩固了公司在行业内的技术领先地位；此外公司持续开拓新客户与新市场，在智能手表领域成功导入小天才、颂拓等国内外客户并实现量产，2025 年上半年出货量快速增长，同时将芯片应用拓展至智能眼镜、无线麦克风等新兴低功耗无线场景，推动产品矩阵不断丰富，加速向平台型 SoC 企业转型。我们预计公司各项业务有望随着新品导入，有望带动公司各项业务持续增长。另外，公司坚持高强度研发投入，2025 年上半年研发费用达 3.95 亿元，同比增长 22.77%，研发人员占比高达 86.25%，并在全多地布局研发中心，2025 年上半年新增发明专利申请 59 项，累计申请达 655 项，核心技术能力持续增强，为长期可持续发展奠定坚实基础。

表 3：主营业务拆分与预测（亿元）

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
智能蓝牙音频芯片	5.46	9.4	7.34	11.69	14.97	19.31	24.50	30.46
毛利率（%）	47.3%	42.9%	42.4%	33.4%	32.2%	35.11%	35.98%	36.01%
普通蓝牙音频芯片	3.35	4.71	3.61	3.60	5.23	6.22	7.29	8.47
毛利率（%）	34.74%	35.69%	37.00%	28.89%	31.37%	32.24%	33.10%	33.98%
其他主营业务	1.81	3.55	3.9	6.47	12.44	16.63	21.67	27.78
毛利率（%）	28.59%	24.60%	35.85%	38.60%	39.16%	45.29%	45.85%	46.45%
收入加总	10.62	17.66	14.85	21.76	32.64	42.15	53.45	66.69
综合毛利率（%）	40.1%	37.3%	39.4%	34.2%	34.7%	38.7%	39.6%	40.1%

资料来源：Wind，天风证券研究所

我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 42.15、53.45、66.69 亿元，归母净利润分别为 7.51、10.20、13.30 亿元。可比公司方面，我们选取国内 SOC 公司全志科技、瑞芯微、晶晨股份、星辰科技、乐鑫科技、炬芯科技、中科蓝讯作为可比公司。根据 wind 一致性预测，26 年 PE 均值为 45 倍，考虑到公司目前处于业务快速发展期，新品与新应用持续落地，给予公司 48 倍 PE，对应市值为 489.6 亿元，对应价格 289.70 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

表 4：可比公司净利（亿）与预测 PE

	净利			预测 PE			对应市值
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
全志科技	3.58	4.92	6.42	97	70	54	347
瑞芯微	10.87	14.49	18.56	69	52	40	750
晶晨股份	10.49	14.18	18.27	35	26	20	367
星辰科技	2.85	4.12	5.50	89	61	46	253
乐鑫科技	5.32	7.15	9.24	53	40	31	284
炬芯科技	2.02	2.80	3.74	46	33	25	92
中科蓝讯	3.68	4.52	5.67	43	35	28	158
PE 均值				62	45	35	

资料来源：Wind 一致性预期（2025/12/31），天风证券研究所

5. 风险提示

下游应用需求不及预期风险：受全球贸易摩擦、新冠疫情等多方面影响，全球经济仍处于周期性波动中，经济依然面临下滑的可能，对公司未来的业绩可能产生一定的负面影响。

研发进度不及预期风险：公司面临研发投入大，以及新技术、新产品的研发、认证及产业化不达预期的风险。

业务规模拓展带来经营管理风险：随着公司经营规模的扩张，对于管理与协调能力提出了更高要求，若管理模式等不能跟上公司内外部环境的变化将给公司未来的经营和发展带来一定的影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,545.01	3,816.19	2,899.27	5,022.82	4,070.58
应收票据及应收账款	402.42	374.73	943.58	586.71	1,274.47
预付账款	1.16	3.36	2.45	4.08	4.44
存货	657.78	724.23	2,221.54	909.13	2,763.84
其他	2,346.80	1,398.80	1,432.30	1,395.17	1,453.67
流动资产合计	5,953.16	6,317.31	7,499.13	7,917.90	9,566.99
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	78.40	145.28	103.25	61.21	19.17
在建工程	46.29	136.40	136.40	136.40	136.40
无形资产	141.73	120.79	68.77	16.74	0.00
其他	331.79	335.01	296.73	312.10	310.87
非流动资产合计	598.21	737.49	605.15	526.45	466.44
资产总计	6,551.38	7,054.80	8,104.28	8,444.35	10,033.43
短期借款	0.00	20.01	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	287.17	297.45	725.19	350.77	985.38
其他	156.53	215.88	235.59	233.66	307.24
流动负债合计	443.70	533.35	960.78	584.43	1,292.61
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	10.51	16.93	15.28	14.24	15.48
非流动负债合计	10.51	16.93	15.28	14.24	15.48
负债合计	454.20	550.28	976.06	598.67	1,308.10
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	120.03	120.05	168.69	168.69	168.69
资本公积	5,222.25	5,255.90	5,255.90	5,255.90	5,255.90
留存收益	819.41	1,169.87	1,754.48	2,473.32	3,348.87
其他	(64.53)	(41.30)	(50.85)	(52.22)	(48.12)
股东权益合计	6,097.17	6,504.52	7,128.22	7,845.69	8,725.34
负债和股东权益总计	6,551.38	7,054.80	8,104.28	8,444.35	10,033.43

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	123.63	460.47	750.70	1,019.64	1,330.47
折旧摊销	93.16	98.46	94.06	94.06	58.78
财务费用	(10.99)	(15.29)	(62.45)	(75.14)	(86.25)
投资损失	(74.21)	(55.59)	(50.00)	(59.93)	(55.17)
营运资金变动	159.84	(31.77)	(1,611.11)	1,315.25	(1,887.67)
其它	178.31	123.86	1.35	2.71	4.08
经营活动现金流	469.73	580.13	(877.45)	2,296.58	(635.77)
资本支出	145.72	218.53	1.66	1.04	(1.24)
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	205.17	574.99	45.64	53.47	48.27
投资活动现金流	350.89	793.52	47.29	54.51	47.02
债权融资	(70.74)	102.16	40.23	74.64	87.33
股权融资	(8.29)	(177.73)	(127.00)	(302.18)	(450.82)
其他	(64.42)	(34.00)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(143.45)	(109.57)	(86.77)	(227.54)	(363.50)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	677.18	1,264.09	(916.92)	2,123.55	(952.24)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,176.28	3,263.14	4,215.04	5,344.85	6,669.01
营业成本	1,432.10	2,130.37	2,583.78	3,228.93	3,994.70
营业税金及附加	7.15	16.02	12.59	19.92	25.84
销售费用	16.69	33.30	42.15	50.78	62.02
管理费用	106.02	113.32	134.88	165.69	186.73
研发费用	549.92	617.39	784.00	962.07	1,187.08
财务费用	(44.59)	(76.21)	(62.45)	(75.14)	(86.25)
资产/信用减值损失	(80.07)	(33.29)	(30.17)	(47.84)	(37.10)
公允价值变动收益	(2.37)	(3.22)	1.35	2.71	4.08
投资净收益	74.21	55.59	50.00	59.93	55.17
其他	25.81	13.02	12.00	16.94	13.99
营业利润	126.57	461.06	753.28	1,024.35	1,335.02
营业外收入	0.58	0.49	0.50	0.52	0.50
营业外支出	2.78	(0.39)	0.82	1.07	0.50
利润总额	124.38	461.93	752.96	1,023.80	1,335.02
所得税	0.75	1.46	2.26	4.16	4.55
净利润	123.63	460.47	750.70	1,019.64	1,330.47
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	123.63	460.47	750.70	1,019.64	1,330.47
每股收益(元)	1.03	3.84	4.45	6.04	7.89

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	46.57%	49.94%	29.17%	26.80%	24.77%
营业利润	2.29%	264.27%	63.38%	35.99%	30.33%
归属于母公司净利润	0.99%	272.47%	63.03%	35.83%	30.48%
获利能力					
毛利率	34.20%	34.71%	38.70%	39.59%	40.10%
净利率	5.68%	14.11%	17.81%	19.08%	19.95%
ROE	2.03%	7.08%	10.53%	13.00%	15.25%
ROIC	7.15%	41.99%	66.59%	36.50%	106.83%
偿债能力					
资产负债率	6.93%	7.80%	12.04%	7.09%	13.04%
净负债率	-41.58%	-58.12%	-40.48%	-63.86%	-46.49%
流动比率	13.42	11.84	7.81	13.55	7.40
速动比率	11.93	10.49	5.49	11.99	5.26
营运能力					
应收账款周转率	6.49	8.40	6.39	6.99	7.17
存货周转率	2.71	4.72	2.86	3.41	3.63
总资产周转率	0.34	0.48	0.56	0.65	0.72
每股指标(元)					
每股收益	1.03	3.84	4.45	6.04	7.89
每股经营现金流	3.91	4.83	-5.20	13.61	-3.77
每股净资产	50.80	54.18	42.26	46.51	51.72
估值比率					
市盈率	232.17	62.34	53.73	39.56	30.32
市净率	4.71	4.41	5.66	5.14	4.62
EV/EBITDA	15.73	29.34	42.97	30.01	25.30
EV/EBIT	17.43	31.81	48.44	32.75	26.44

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com